

限产影响 Q3 利润增长, 提价助力未来盈利恢复

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2018 年三季度报告, 前三季度实现收入 49.0 亿元(同比+17%), 归母净利润 6.7 亿元(同比+10%); 其中 18Q3 实现收入 15.7 亿元(同比+24%), 归母净利润 1.7 亿元(同比-10%)。收入增长略超预期, 归母净利润增长低于预期。
- 收入:** 动物营养爆发叠加人民币贬值, Q3 收入增速环比提升。1、国内: 18Q3 公司国内收入增长接近 20%, 维持较高增长。分产品来看, 动物营养实现 30% 以上的同比增长, 主要原因在于国内猪瘟爆发, 公司产品对于原有动物血浆加速替代带来需求爆发; 此外保健品同比增长 40%, 保持快速增长; YE 受到经济下行的影响, 高端产品需求不景气, 增速不足 10%。2、国外: 受益于人民币贬值, 18Q3 收入增速超过 20%。未来随着消费升级及公司海外产能持续布局, 公司收入规模有望保持稳定增长。
- 毛利率:** 工厂限产+能源价格上涨影响短期毛利率, 提价有望促进盈利能力回升。18Q3 公司毛利率 33.8%, 同比下降 3.7 个百分点, 毛利率下降是受到环保政策趋严的影响, 公司伊犁和赤峰工厂限产, 生产加工向其他工厂转移带来成本提升。伊犁工厂目前产能 3 万吨左右, 是公司第二大生产基地, 限产导致产能利用率由满产下降到 70% 左右, 对于总体盈利能力影响较大, 未来伊利工厂将通过搬迁解决环保问题; 此外赤峰工厂已经与三季度完成搬迁, 停产一个月, 将于 10 月底恢复生产, 带来阶段性成本增量。此外, 18Q3 能源价格上涨对毛利率也有一定影响。公司已于 10 月份进行部分产品提价, 平均提价幅度在 3-4% 左右, 同时赤峰工厂恢复生产, 预计四季度和 2019 年毛利率水平有望持续改善。
- 费用率:** 市场投入、财务费用及所得税费提升, 费用支出加大。1、销售费用率: 18Q3 公司销售费用率为 11.6%, 同比增加 0.8 个百分点, 主要原因在于国内经济下行压力大, 出口业务持续扩张, 公司主动加大市场投入力度, 预计未来销售费用率将稳中有升。2、管理费用率: 18Q3 公司管理费用率为 6.8%, 同比下降 1 个百分点, 主要原因在于公司收入规模持续扩大导致研发费用率下降。3、财务费用和所得税费: 公司海外产能持续布局导致债务规模提升和财务费用增加; 此外公司本部以往年度所得税亏损完成, 抵扣税费的影响消除。从盈利能力的角度来看, 公司是亚洲第一、全球第三大酵母公司, 议价能力较强, 未来公司有望通过提价和产品结构提升覆盖成本和费用的上涨, 保持净利率水平持续提升。
- 盈利预测与评级。** 预计公司 2018-2020 年收入和利润复合增速为 16% 和 17%, EPS 分别为 1.14、1.39、1.66 元, 对应 PE 分别为 24X、20X、17X。公司是亚洲第一、全球第三大酵母生产企业; 通过海外市场持续布局, 公司未来成长空间较为可观; 结合各行业龙头企业估值, 给予公司 2018 年 28 倍 PE, 对应目标价 31.92 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅上涨、产能投放或不及预期、人民币大幅波动的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5775.73	6765.66	7879.85	9053.71
增长率	18.83%	17.14%	16.47%	14.90%
归属母公司净利润(百万元)	847.19	936.75	1143.48	1365.13
增长率	58.33%	10.57%	22.07%	19.38%
每股收益 EPS(元)	1.03	1.14	1.39	1.66
净资产收益率 ROE	21.81%	18.74%	19.18%	19.21%
PE	27	24	20	17
PB	5.94	4.64	3.88	3.25

数据来源: Wind, 西南证券

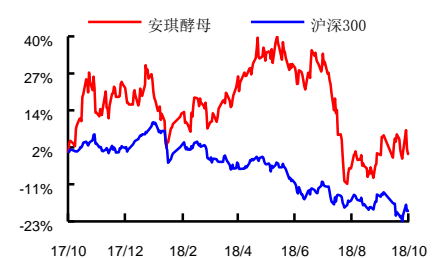
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.24
流通 A 股(亿股)	8.24
52 周内股价区间(元)	24.86-39.25
总市值(亿元)	228.11
总资产(亿元)	87.08
每股净资产(元)	5.04

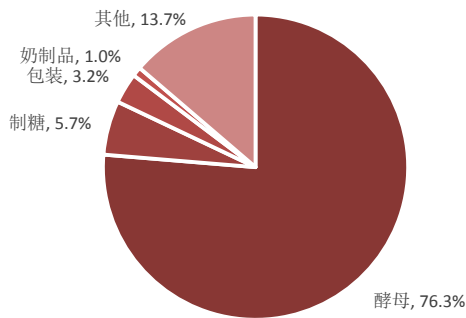
相关研究

公司概况

安琪酵母成立于1986年，主要从事酵母及酵母衍生物的生产及销售，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、动物营养等领域，公司是亚洲第一、全球第三大酵母公司，在全球市场份额达到12%。公司目前在国内外共拥有15条酵母生产线，总产能超过20万吨，其中海外有埃及和俄罗斯两个工厂，未来公司将持续加大国内外投入，寻求增长点。

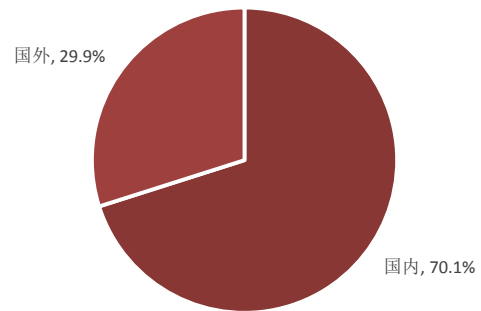
公司主营业务结构：从产品结构来看，酵母是公司收入的主要来源，2017年收入占比达到76%左右，此外公司还涉足了制糖、包装、奶制品等业务；从区域分布来看，2017年国内收入占比70%，国外收入占比30%，未来随着海外业务规模不断扩大，其收入占比有望持续提升。

图1：公司2017年分产品收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

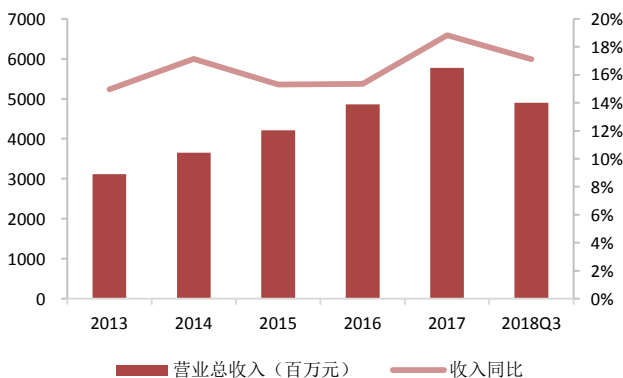
图2：公司2017年分区域收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

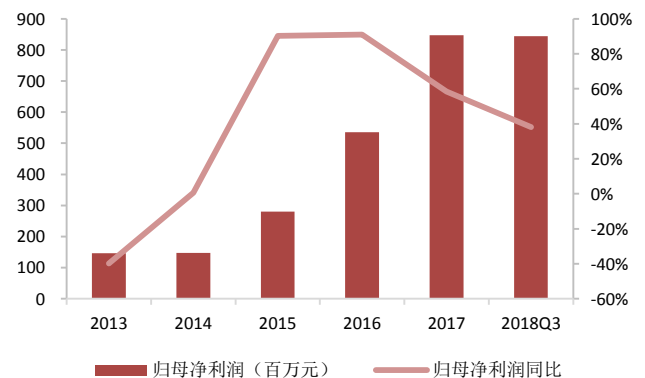
公司业绩状况：安琪酵母作为全球领先企业，2013年至2017年实现收入和归母净利润复合增速17%和55%，净利率由6%提高到15%左右，收入规模和盈利能力稳步提升。从收入端来看，受益于下游需求持续增长、竞争格局不断优化及公司自身产能扩张，其收入规模保持较快增长；从利润端来看，受益于提价和产能释放，过去几年公司毛利率持续提升，带动盈利能力不断提高。18Q3公司收入维持高速增长，毛利率和净利率受到短期伊犁和赤峰工厂限产的影响略有下降，未来通过提价和产品结构升级，公司盈利水平有望持续改善。

图3：公司2013年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：公司2013年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利预测与评级

关键假设：

1) 酵母：随着国内消费升级的带动和海外产能持续布局，公司酵母销量有望保持稳定增长，预计 2018-2020 年销量增速为 13%、12%、11%；受产品结构提升及持续提价的影响，预计产品均价也将保持稳定增长，预计 2018-2020 年均价增速为 5%、5%、4%，毛利率分别为 40%、41%、42%。

2) 其他业务：公司其他业务占比较小，对总体收入和利润的影响不大，假设保持稳态发展。

表 1：公司 2018-2020 年收入和毛利率预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	4213.4	4860.5	5775.7	6765.7	7879.9	9053.7
yoy	15.3%	15.4%	18.8%	17.1%	16.5%	14.9%
营业成本	2954.2	3275.2	3601.8	4323.8	4971.5	5644.3
毛利率	29.9%	32.6%	37.6%	36.1%	36.9%	37.7%
酵母系列						
收入	3377.0	3762.2	4407.6	5229.7	6150.1	7099.7
yoy		11.4%	17.2%	18.7%	17.6%	15.4%
成本	2286.3	2450.5	2570.1	3137.8	3628.6	4117.8
毛利率	32.3%	34.9%	41.7%	40.0%	41.0%	42.0%
包装						
收入	140.0	165.8	186.4	203.7	222.5	243.1
yoy		18.4%	12.5%	9.3%	9.2%	9.2%
成本	113.7	124.4	143.2	156.8	171.3	187.2
毛利率	18.8%	24.9%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%
奶制品						
收入	49.4	53.5	57.2	60.7	64.4	68.3
yoy		8.4%	7.0%	6.1%	6.1%	6.1%
成本	34.3	38.0	41.6	43.7	46.4	49.2
毛利率	30.6%	28.9%	27.3%	28.0%	28.0%	28.0%
制糖						
收入	122.1	189.6	331.5	406.1	497.4	609.4
yoy		55.3%	74.8%	22.5%	22.5%	22.5%
成本	125.3	169.1	268.2	333.0	412.9	511.9
毛利率	-2.6%	10.8%	19.1%	18.0%	17.0%	16.0%
其他主营业务						
收入	499.5	661.9	726.1	798.7	878.6	966.4
yoy		32.5%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成本	373.9	473.6	527.8	599.0	658.9	724.8
毛利率	25.1%	28.4%	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务						
收入	25.4	27.6	66.8	66.8	66.8	66.8
yoy		8.8%	142.2%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	20.8	19.6	51.0	53.5	53.5	53.5
毛利率	18.0%	29.0%	23.7%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2018-2020 年收入和利润复合增速为 16%和 17%, EPS 分别为 1.14、1.39、1.66 元, 对应 PE 分别为 24X、20X、17X。公司是亚洲第一、全球第三大酵母生产企业; 通过海外市场持续布局, 公司未来成长空间较为可观; 结合各行业龙头企业估值, 给予公司 2018 年 28 倍 PE, 对应目标价 31.92 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			总收入 (百万元)			净利润 (百万元)		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
600298.SH	安琪酵母	228	27	22	18	5714	6771	7831	847	1041	1272
	最高值	7776	53	43	36	67547	79097	93924	27079	36421	44235
	中位值	1425	29	22	18	52659	69019	76684	3531	4295	5185
	平均值	2446	34	27	22	40129	50090	57694	7901	10302	12495
600519.SH	贵州茅台	7776	29	21	18	52659	78497	93924	27079	36421	44235
603288.SH	海天味业	1865	53	43	36	14425	17065	19848	3531	4295	5185
600887.SH	伊利股份	1425	24	22	18	67547	79097	90183	6001	6632	7787
2319.HK	蒙牛乳业	939	38	27	21	60301	69019	76684	2048	3123	3996

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5775.73	6765.66	7879.85	9053.71	净利润	892.67	975.78	1191.12	1422.01
营业成本	3601.83	4323.82	4971.53	5644.33	折旧与摊销	355.44	341.20	341.20	341.20
营业税金及附加	61.62	67.66	78.80	90.54	财务费用	85.50	98.42	69.65	52.99
销售费用	628.84	756.04	919.95	1084.16	资产减值损失	25.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	460.48	507.44	591.00	679.04	经营营运资本变动	-707.68	-397.92	-214.69	-246.58
财务费用	85.50	98.42	69.65	52.99	其他	470.36	2.30	-14.89	7.06
资产减值损失	25.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1121.85	1019.80	1372.39	1576.69
投资收益	8.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	-838.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-68.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-906.64	0.00	0.00	0.00
营业利润	973.32	1042.29	1278.93	1532.65	短期借款	196.78	-796.14	-789.78	0.00
其他非经营损益	1.35	30.00	30.00	30.00	长期借款	752.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	974.68	1072.29	1308.93	1562.65	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	82.01	96.51	117.80	140.64	支付股利	-247.22	-169.44	-187.35	-228.70
净利润	892.67	975.78	1191.12	1422.01	其他	-802.26	205.69	-69.65	-52.99
少数股东损益	45.48	39.03	47.64	56.88	筹资活动现金流净额	-100.67	-759.89	-1046.77	-281.68
归属母公司股东净利润	847.19	936.75	1143.48	1365.13	现金流量净额	83.87	259.91	325.62	1295.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	416.66	676.57	1002.18	2297.19	成长能力				
应收和预付款项	837.89	975.14	1126.74	1301.08	销售收入增长率	18.83%	17.14%	16.47%	14.90%
存货	1537.19	1845.94	2139.88	2422.69	营业利润增长率	62.43%	7.09%	22.70%	19.84%
其他流动资产	118.57	138.89	161.77	185.86	净利润增长率	54.55%	9.31%	22.07%	19.38%
长期股权投资	30.83	30.83	30.83	30.83	EBITDA 增长率	41.67%	4.78%	14.03%	14.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4667.80	4363.24	4058.68	3754.12	毛利率	37.64%	36.09%	36.91%	37.66%
无形资产和开发支出	331.73	295.58	259.44	223.30	三费率	20.34%	20.13%	20.06%	20.06%
其他非流动资产	86.66	86.16	85.65	85.15	净利率	15.46%	14.42%	15.12%	15.71%
资产总计	8027.33	8412.36	8865.18	10300.22	ROE	21.81%	18.74%	19.18%	19.21%
短期借款	1585.92	789.78	0.00	0.00	ROA	11.12%	11.60%	13.44%	13.81%
应付和预收款项	1258.75	1322.25	1554.61	1789.62	ROIC	16.62%	15.47%	18.08%	21.24%
长期借款	902.03	902.03	902.03	902.03	EBITDA/销售收入	24.49%	21.90%	21.44%	21.28%
其他负债	187.12	192.33	198.80	205.52	营运能力				
负债合计	3933.82	3206.40	2655.44	2897.17	总资产周转率	0.78	0.82	0.91	0.94
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	固定资产周转率	1.47	1.57	1.96	2.44
资本公积	651.97	651.97	651.97	651.97	应收账款周转率	10.76	10.37	10.50	10.41
留存收益	2672.87	3440.19	4396.31	5532.75	存货周转率	2.59	2.53	2.48	2.47
归属母公司股东权益	3842.82	4916.24	5872.37	7008.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.92%	—	—	—
少数股东权益	250.69	289.72	337.36	394.24	资本结构				
股东权益合计	4093.50	5205.96	6209.73	7403.05	资产负债率	49.01%	38.12%	29.95%	28.13%
负债和股东权益合计	8027.33	8412.36	8865.18	10300.22	带息债务/总负债	63.25%	52.76%	33.97%	31.13%
					流动比率	1.01	1.69	2.76	3.36
					速动比率	0.48	0.83	1.43	2.05
					股利支付率	29.18%	18.09%	16.38%	16.75%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1414.26	1481.92	1689.78	1926.84	每股收益	1.03	1.14	1.39	1.66
PE	26.93	24.35	19.95	16.71	每股净资产	4.66	5.97	7.13	8.50
PB	5.94	4.64	3.88	3.25	每股经营现金	1.36	1.24	1.67	1.91
PS	3.95	3.37	2.89	2.52	每股股利	0.30	0.21	0.23	0.28
EV/EBITDA	17.54	16.02	13.39	11.07					
股息率	1.08%	0.74%	0.82%	1.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn